



Research and  
Development Center

# 大而灵动，能源领域的“广州号”导弹驱逐舰

——广州发展（600098.sh）首次覆盖报告

2015年08月19日

郭荆璞 能源化工行业首席分析师

刘 栋 研究助理

## 证券研究报告

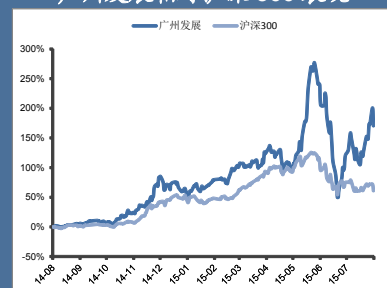
### 公司研究——首次覆盖

#### 广州发展（600098.sh）



首次评级

#### 广州发展相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2015.8.18）

收盘价(元)	13.72
52周内股价波动区间(元)	5.00-18.70
最近一月涨跌幅(%)	7.69
总股本(亿股)	27.26
流通A股比例(%)	89.4
总市值(亿元)	374.03

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘栋 研究助理

联系电话：+86 10 63081279

邮箱：liudong@cindasc.com

## 大而灵动，能源领域的“广州号”导弹驱逐舰股

2015年08月19日

### 内容提要：

- ◆ **主营业务仍将持续盈利。** 广州发展主营业务涵盖电力、天然气和煤炭三大能源领域：电力业务，公司权益装机容量405万千瓦，控股装机容量390万千瓦，是广州市最大的电力企业；天然气业务，公司是广州市天然气最大销售商，拥有长输管网2000公里，年售气量在10亿方以上；煤炭业务，公司是珠三角地区最大的煤炭供应商之一，参股年产煤炭1000万吨的新东周窑煤矿，持有广州发展航运有限公司50%的股权，其煤炭年运力规模达到600万吨以上，并拥有5万吨级深水煤炭专用装卸码头和34万吨的储煤场。煤炭和天然气业务为电力业务提供稳定的燃料供应，电力业务的发展又促进了煤炭和天然气需求量的不断增长，三大产业结构优势互补、相互促进，共同构成了公司富有竞争力的综合能源供应体系。我们预计公司三大主营业务未来仍将为公司提供充足盈利。
- ◆ **公司积极开拓新业务。** 广州发展积极开拓新能源业务，加快风电、太阳能等清洁能源项目的投资建设，打造新能源业务投资运营、技术集成、运维服务等一体化产业链；借助电改契机，设立广州发展电力销售有限公司；依托现有电商平台（<http://www.zdrigs.com>），提高煤炭销售利润率，未来可拓宽应用领域，纳入油品、天然气和电力等其他，打造华南能源交易中心。
- ◆ **能源领域的“广州号”导弹驱逐舰。** 广州发展的公司体量和业务范围很容易让人联想到“广州号”（168）导弹驱逐舰，该舰是具有反舰、反潜、舰队区域防空能力的多用途驱逐舰。与航空母舰和巡洋舰等特大型舰船不同，导弹驱逐舰体量略小，但优势在于功能多样和灵活机动，其装备的多种舰载武器使其自身拥有强大的生存能力和可执行多种作战任务的优势。广州发展立足于广州市，辐射珠三角地区，深耕能源领域，其涉及的各项业务可分别类比于广州舰载的各种武器系统。
- ◆ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司2015-2017年营业收入分别达到230.35、271.03、319.48亿元，同比增长18.46%、17.66%、17.87%。电力和燃气板块为公司主要利润来源，我们预计2015-2017年电力业务增厚EPS为0.23、0.22和0.22元，天然气业务增厚EPS为0.42、0.48和0.55元。采用分部估值法对公司进行估值，对应的行业P/E分别为15和29倍，计算可以得出其加权目标价为15.63元。参考2015年8月18日广州发展收盘价13.72元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 电力体制改革、国企改革
- ◆ **风险因素：** 广州天然气需求增长不及预期、新能源业务拓展进度放缓、政策风险等。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	16,628.45	19,445.80	23,035.31	27,103.41	31,947.89
增长率 YoY %	9.65%	16.94%	18.46%	17.66%	17.87%
归属母公司净利润(百万元)	1,028.04	1,224.12	1,786.53	1,878.15	2,042.78
增长率 YoY%	17.81%	19.07%	45.94%	5.13%	8.77%
毛利率%	17.70%	16.78%	20.20%	18.49%	17.33%
净资产收益率 ROE%	7.86%	8.98%	12.30%	11.90%	11.93%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.38	0.45	0.66	0.69	0.75
市盈率 (P/E)	36	31	21	20	18
市净率 (P/B)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2015 年 08 月 18 日收盘价

目 录

一、公司概况	2
1、公司简介	2
2、股本结构	3
二、主营业务持续盈利	4
1、电力业务	4
2、燃气业务	7
3、燃料业务	8
三、大而灵动，能源领域的“广州号”导弹驱逐舰	10
四、盈利预测及估值分析	12
1、盈利假设	12
2、公司估值	13
风险因素	16

表 目 录

表 1: 公司股权结构图 (截止到 2015 年一季度)	4
表 2: 广州发展权益电厂装机情况一览	5
表 3: 公司权益上网电量	6
表 4: 北京、上海 2012 年天然气消费量	7
表 5: 广州发展天然气销量 (万立方米)	8
表 6: 主要业务盈利预测	12
表 7: 电力业务收入盈利预测	13
表 8: 燃气业务收入盈利预测	14
表 9: 电力板块可比上市公司估值	15
表 10: 燃气板块可比上市公司估值	16

图 目 录

图 1: 公司营业收入及同比增长情况	2
图 2: 公司归母净利润及同比增长情况	2
图 3: 公司销售毛利率及净利率情况	3
图 4: 公司主营业务收入构成情况 (2014 年)	3
图 5: 公司主营业务毛利构成情况 (2014 年)	3
图 6: 2014 年公司主营业务分产品毛利率	3
图 7: 广州全社会用电量	5
图 8: 广州全社会用电量与 GDP	5
图 9: 公司电力业务营业收入 (亿元)	6
图 10: 公司电力业务营业利润 (亿元)	6
图 11: 我国历年天然气消费量 (亿立方米)	8
图 12: 广州发展历年燃气业务营业收入 (亿元)	8
图 13: 公司煤炭业务营业收入 (亿元)	9
图 14: 公司油品业务营业利润 (亿元)	9
图 15: 公司电商平台	10
图 16: 公司 SWOT 分析	11

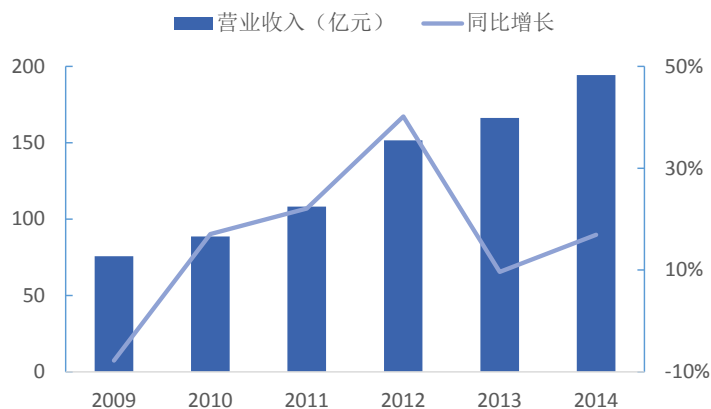
## 一、公司概况

### 1、公司简介

**广州发展集团股份有限公司**（简称“广州发展”），成立于1989年，是广东省最大的三家电力企业之一。公司主业涵盖电力、天然气和煤炭三大能源领域：电力运营项目，公司权益装机容量405万千瓦，控股装机容量390万千瓦，是广州市最大的电力企业；天然气业务，自2012年收购广州燃气后，公司基本上成为广州市天然气唯一供应商，拥有长输管网2000公里，年售气量在10亿方以上；煤炭业务，公司是珠三角地区最大的煤炭供应商之一，参股年产煤炭1000万吨的新东周窑煤矿，持有广州发展航运有限公司50%的股权，其煤炭年运力规模达到600万吨以上，并拥有5万吨级深水煤炭专用装卸码头和34万吨的储煤场。此外，公司还积极开拓新能源业务，加快风电、太阳能等清洁能源项目的投资建设，打造新能源业务投资运营、技术集成、运维服务等一体化产业链；借助电改契机，设立广州发展电力销售有限公司；依托现有电商平台（<http://www.zdrigs.com>），打造华南能源交易中心，目前90%的煤炭销售都通过该平台完成。公司被列为广东省50家工业龙头企业集团之一，是广东省和广州市重点扶持的大型企业集团。

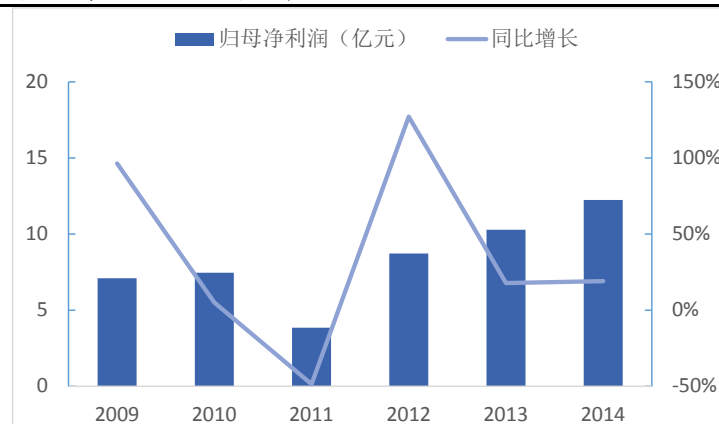
近年来，公司营业收入和净利润保持平稳快速增长，特别是在2012年收购广州燃气后，均有一个台阶式的增长。2009-2014年，公司营业收入由75.7亿元增长到194.4亿元，年复合增长率20.8%，归母净利润由7.10亿元增长到12.24亿元，年复合增长率11.5%。燃气业务占比逐步提升，2014年收入和利润分别贡献19.2%和27.3%。2014年，公司实现营业收入194.4亿元，同比增长16.9%；实现归母净利润12.24亿元，同比增长19.07%；销售毛利率与净利率分别为16.8%和8.8%；实现EPS 0.45元；分红为每10股派送现金红利1.8元（含税）。

图 1：公司营业收入及同比增长情况



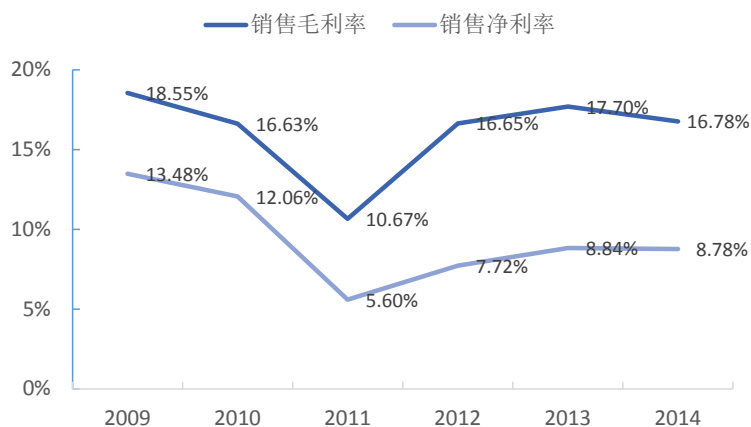
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：公司归母净利润及同比增长情况



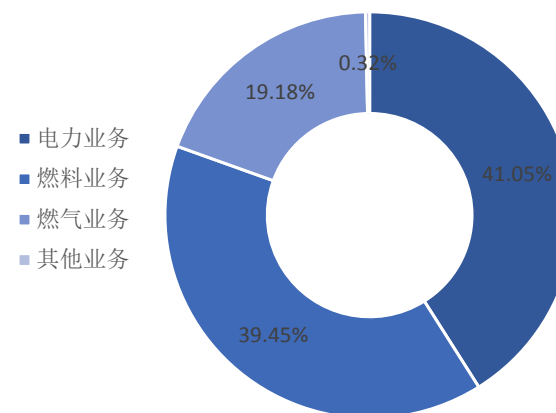
资料来源：wind，信达证券研发中心整理

图 3: 公司销售毛利率及净利率情况



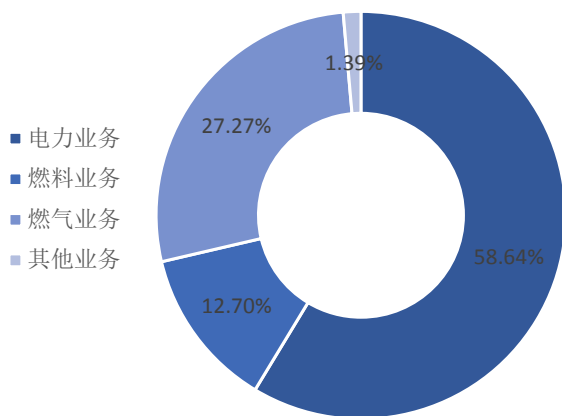
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司主营业务收入构成情况 (2014 年)



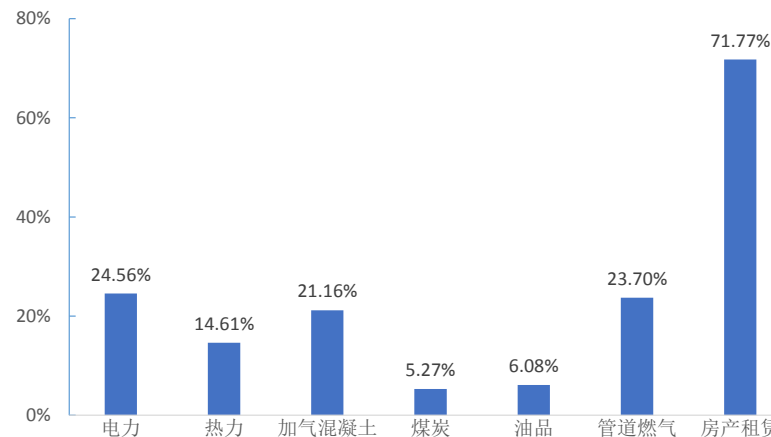
资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 5: 公司主营业务毛利构成情况 (2014 年)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 2014 年公司主营业务分产品毛利率



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

## 2、股本结构

截止 2015 年 3 月 31 日, 公司控股股东为广州国资发展控股有限公司, 持有公司 1,709,111,863 股股份, 占公司总股本的 62.69%。第二大股东为中国长江电力股份有限公司, 占公司总股本的 11.75%。公司前十大股东中, 博时基金、前海人寿、

全国社保基金和广发基金等金融机构赫然在列。2015年7月9日，公司第二大股东中国长江电力股份有限公司宣布拟从二级市场增持公司股份2亿股，并进一步加强与广州发展在华南区域能源领域的战略合作。未来有望在售电公司真正发挥作用之后，广州发展和长江电力的优势得以互补，提高公司电力业务在广州市场的占有率，提高现有发电机组的平均利用小时。

表 1: 公司股权结构图 (截止到 2015 年一季度)

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例(%)
1	广州国资发展控股有限公司	1,709,111,863	62.69
2	中国长江电力股份有限公司	320,243,329	11.75
3	中国建设银行-博时主题行业股票证券投资基金	27,715,651	1.02
4	宝钢集团有限公司	15,200,000	0.56
5	前海人寿保险股份有限公司-自有资金华泰组合	14,689,773	0.54
6	全国社保基金五零三组合	12,500,000	0.46
7	皮亦民	11,191,800	0.41
8	广发基金公司-工行-建信信托有限责任公司	10,000,000	0.37
9	厦门国际信托有限公司-浙商一号新型结构化证券投资集合资金信托	7,528,836	0.28
10	云南国际信托有限公司-睿金-汇赢通 45 号单一资金信托	7,521,919	0.28

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 二、主营业务持续盈利

### 1、电力业务

(1) **广州市全社会用电量仍在增长。**2014年，广州市全社会用电量765.85亿千瓦时，同比增长7.76%；其中，第一产业用电量5.75亿千瓦时，同比增长4.28%；第二产业用电量395.27亿千瓦时，同比增长5.79%；第三产业用电量204.21亿千瓦时，同比增长7.41%；城乡居民生活用电量160.61亿千瓦时，同比增长13.59%。对2006-2014年广州市GDP和全社会用电量进行统计回归，发现两组数据之间呈现出强线性关系。由此，可以预见在广州市GDP未来继续增长的情况下，广州市全社会用电量仍将随之增长。

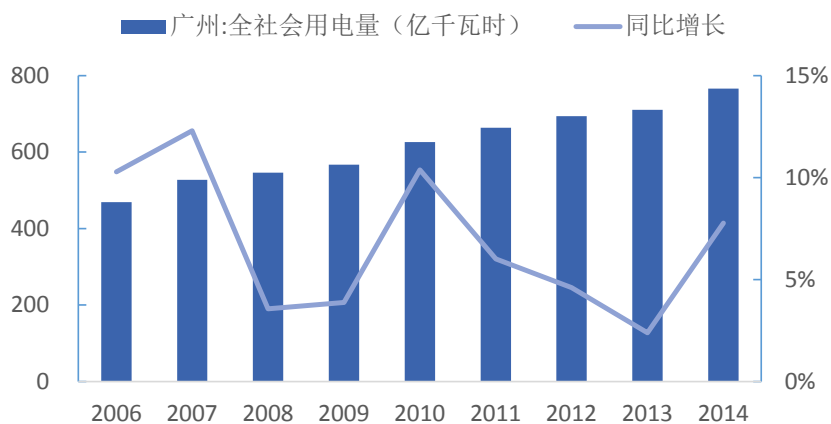
(2) **广州发展电源建设稳步推进。**公司在广东省内项目储备超过500万千瓦，包括：珠江电厂100万千瓦“上大压小”超超临界燃煤机组项目（目前等待省发改委核准）、肇庆电厂2×60万千瓦超临界燃煤发电机组项目、广州珠江电厂燃气（LNG）二期（2×39万千瓦）扩建工程项目等。另一方面，公司利用其燃气经销商地位，大力拓展天然气分布式能源，其中从化鳌头

的天然气管分布式能源 2 × 14.4MW 试点项目正在收尾，该项目能实现冷、热、电三联供，充分利用能源效率，预计 9、10 月份投运。公司目前共规划了包括从化鳌头在内的 7 个天然气管分布式能源项目，总装机 675MW。

(3) **广州发展电力业务有其独特优势。**广州发展现有权益装机容量 409 万千瓦，基本位于珠三角高耗能地区，利用小时高于国内平均，上网电价全国最高。2015 年 7 月 21 日，公司第六届董事会第四十二次会议审议通过了《关于设立广州发展电力销售有限公司的议案》，设立全资子公司广州发展电力销售有限公司，以该公司为主体申请售电牌照，通过电力购销、配售电投资、在成熟的工业园区开展微电网业务等方式，积极参与售电侧市场竞争，分享电力体制改革红利，为公司培育新的利润增长点。广州发展有从煤炭贸易、天然气直供等渠道建立的能耗大户客户资源，且在 2013 年就已经开始积极参与电力大用户电量直接交易竞争抢发电量，14 年直供电量约占总上网电量的 7%。预期售电公司发挥作用后，广州发展电力业务将至少维持现有规模，并有望提高其在广州市场占比。

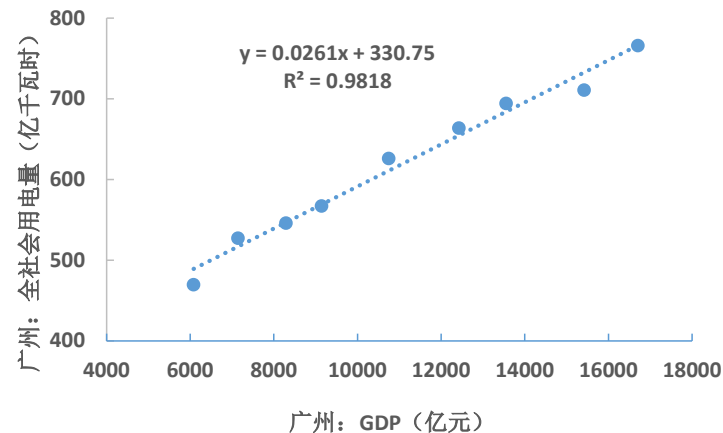
(4) **公司电力业务经营良好，盈利稳定。**2014 年，公司加强属下电厂机组运行管理，严格控制非计划停机，稳步开展机组检修，保持生产运行平稳。在此基础上，建立电量协调机制，积极参与电力大用户电量直接交易竞争抢发电量，竞得电量 6 亿千瓦时，竞价电量份额高于全省平均水平 16 个百分点。2014 年，公司合并口径内权益发电量 99.05 亿千瓦时，同比下降 7.38%，下降幅度低于广东省平均水平；营业收入 78.68 亿元，同比下降 3.34%；但由于煤炭成本下降更多，毛利增厚，实现利润 18.73 亿元，同比上涨 8.22%。2015 年上半年，合并口径累计完成权益发电量 44.01 亿千瓦时，权益上网电量 41.35 亿千瓦时，同比分别下降 3.25% 和 3.56%。

图 7: 广州全社会用电量



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 8: 广州全社会用电量与 GDP



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

表 2: 广州发展权益电厂装机情况一览

机组名称	机组类型	装机结构 (万千瓦)	持股比例
------	------	------------	------



广州珠江电力有限公司	火力发电机组	2 × 30	50%
广州东方电力有限公司	火力发电机组	2 × 30	75%
广州珠江天然气发电有限公司	天然气发电机组	2 × 39	70%
佛山市三水恒益火力发电厂有限公司	火力发电机组	2 × 60	50%
广州中电荔新电力实业有限公司	热电联产发电机组	2 × 33	50%
深圳市广深沙角 B 电力有限公司	火力发电机组	2 × 35	35.23%
贵州粤黔电力有限公司	火力发电机组	4 × 60	16.50%
广东红海湾发电有限公司	火力发电机组	2 × 60+2 × 66	25%
国电都匀发电有限公司	火力发电机组	2 × 60	30%

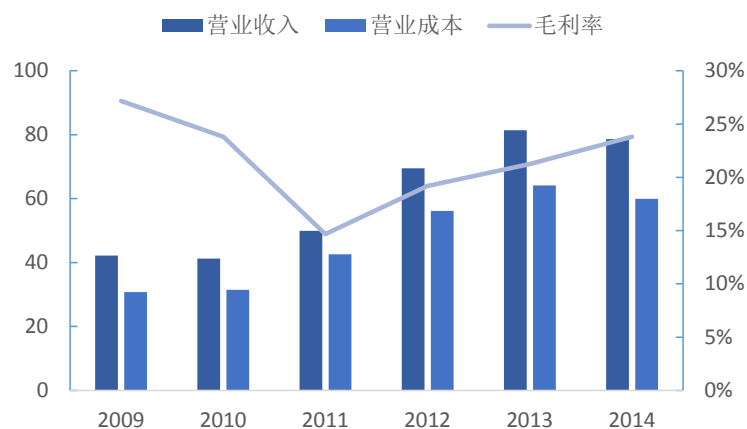
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：公司权益上网电量

	控股装机容量 (万千瓦)	权益装机容量 (万千瓦)	权益上网电量 (亿千瓦时)	同比增长
2012	384	222.6	90.26	
2013	384	222.6	100.66	11.52%
2014	390	226.6	93.33	-7.28%
2015 上半年	390	226.6	41.35	-3.56%

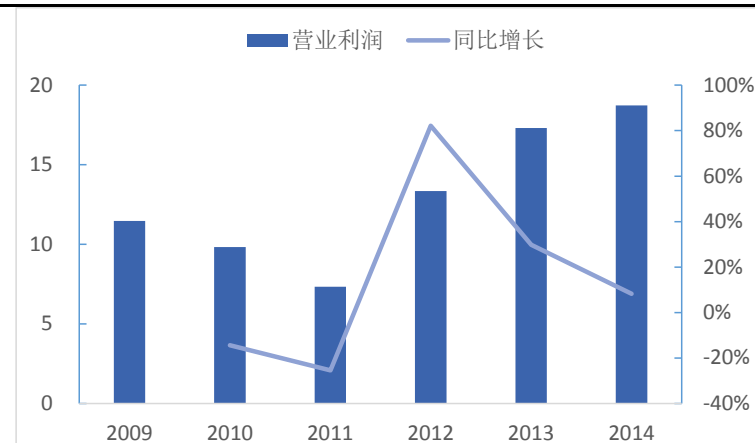
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司电力业务营业收入 (亿元)



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10：公司电力业务营业利润 (亿元)



资料来源：wind，信达证券研发中心整理

## 2、燃气业务

(1) 广州市天然气消费拥有巨大的市场空间。无论是从人均天然气消费量还是从万元 GDP 天然气消耗量来考察，广州天然气消费量都远远低于北京和上海。为此，2014 年广州市出台《广州市加快天然气推广利用工作方案（2014-2016 年）》，明确要求提高广州市清洁能源天然气消费比重，计划到 2016 年天然气消费量达到 50 亿立方米（相较于 2013 年 16 亿立方米，年均复合增长率 46%），占一次能源消费总量比重由 2010 年的 3.5% 提高到 10% 以上，进一步推进全市能源结构调整，推动大气污染防治。广州发展是广州市天然气最大销售商，拥有长输管网 2000 公里，除覆盖广州中心城区外，还覆盖了南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域。2013 年天然气销售量达到 9.08 亿立方米，占到当年广州市全年天然气消费量的 56.7%。

表 4：北京、上海 2012 年天然气消费量

	天然气消费量 (亿立方米)	常住人口 (万人)	GDP (亿元)	人均天然气消费量 (立方米)	万元 GDP 消费量 (立方米)
北京	92.07	2,152	21,331	427.8	43.2
上海	64.38	2,426	23,561	265.4	27.3
平均				346.6	35.2

资料来源：wind，信达证券研发中心

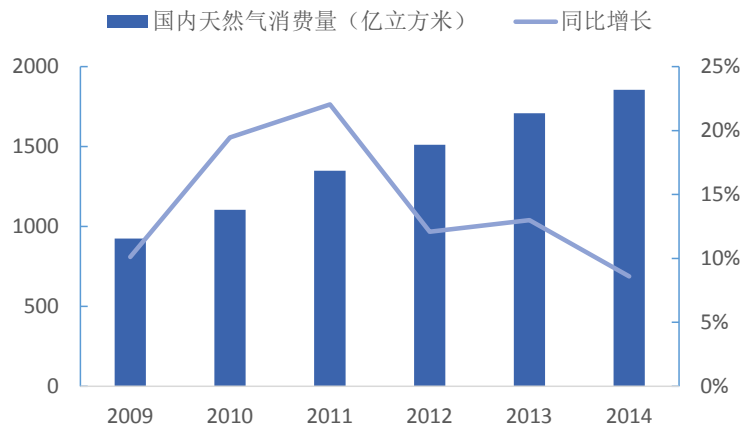
(2) 广州市天然气气源瓶颈问题将得到缓解。广州市从政府层面确保气源保障，加强与中石油等企业的衔接和沟通，根据《广州市人民政府、中国石油天然气股份有限公司清洁能源战略合作框架协议》，中石油保证到 2015 年为广州市提供 30 亿立方米天然气，广州市争取 2016 年全市气源量可达 55 亿立方米。广州发展目前气源主要来自深圳大鹏（5.5 亿方/年）和西气东输二线（20 亿方/年）。除此之外，2014 年公司与新加坡沃德福签订谅解备忘录，将从 2017 年开始每年采购 LNG 100 万吨，约合 13 亿方；积极开展 LNG 现货交易，增加采购灵活性，2014 年末购买了马来西亚石油的两船现货 LNG，共计 7,845.47 万立方米。

(3) 广州市天然气下游设施建设与使用将加速。2014 年以来，番禺区检察院立案查处广州市燃气集团有限公司（广州发展全资子公司）职务犯罪系列案件 25 起，涉案人员 25 人，涉案总金额 600 多万元，扫清燃气工程建设领域中存在的“不成文规定”和监管漏洞，此举将推动广州燃气管网建设，提高全市天然气使用普及速度。2014 年，广州发展新增燃气居民用户 11.18 万户，非居民用户合同气量约 24 万立方米/日，全年销售管道天然气 11.25 亿立方米，同比增长 23.88%；其中工业用户售气量 2.53 亿立方米，同比增长 47.39%；商业用户售气量 1.75 亿立方米，同比增长 10.31%；工商用户销售气量占终端用户（高压直供除外）比重由 2013 年的 58% 提高至 63%，用户结构持续优化。

(4) 广州发展天然气销售增长潜力巨大。除城市管道天然气供应业务外，广州发展新增天然气消费还有车用 LNG、分布式能源和天然气燃气电厂等。2014 年，公司大力发展 LNG、CNG 汽车加气业务，罗冲围 LNG 加气站项目获得核准并开工建设；参与市公交系统天然气加气站项目投标（已中标黄埔体育中心站场项目）；完成东晖、龙穴岛、太和等一批 LNG 汽车加气站

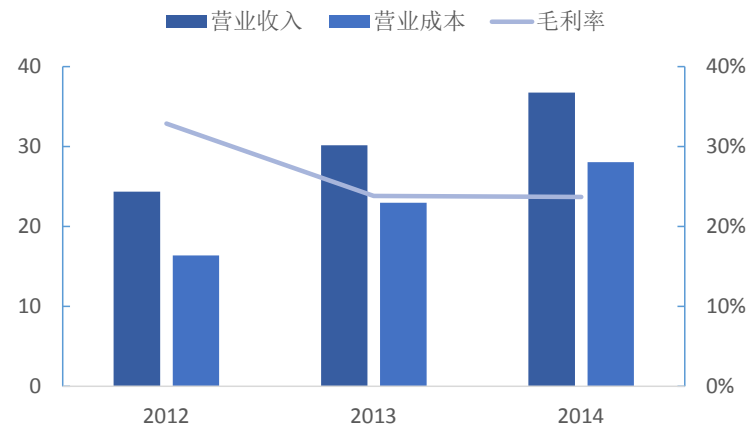
项目备案，开展开工前准备工作。积极推进天然气利用工程四期项目，落实南沙天然气应急调峰站项目选址工作。从化鳌头的天然气分布式能源 2×14.4MW 项目以及广州珠江电厂燃气（LNG）二期（2×39 万千瓦）扩建工程项目都保证了广州发展天然气销售渠道多元和公司成为华南地区最大的城市燃气供应商愿景的实现。

图 11: 我国历年天然气消费量 (亿立方米)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 12: 广州发展历年燃气业务营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 5: 广州发展天然气销量 (万立方米)

经营指标	2012	2013	2014	2015 上半年
管道燃气及 LNG 销售总量		90,825	117,689	53,204
(一) 管道燃气销售量	76,010	90,797	112,477	50,690
其中: 居民与公福用户	22,538	23,434	24,710	14,177
工业用户	10,163	17,197	25,346	8,194
商业用户	14,282	15,854	17,489	9,266
分销与直供量	29,028	34,283	39,720	19,053
(二) LNG 销售量		28	5,212	2,514

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 3、燃料业务

(1) 广州发展燃料业务主要包括煤炭和油品贸易两大板块，2014 年共计贡献公司营业收入的 39.45%和营业利润的 12.7%。2014 年，公司煤炭贸易量 2,054 万吨，同比增长 65.73%，其中市场煤 1514 万吨，同比增长 72.67%，约占广东省煤炭市场的 10%；实现营业收入 66.9 亿元，同比增长 43.5%；营业利润 3.5 亿元，同比增长 40.3%；对应毛利率 5.27%。公司油品贸

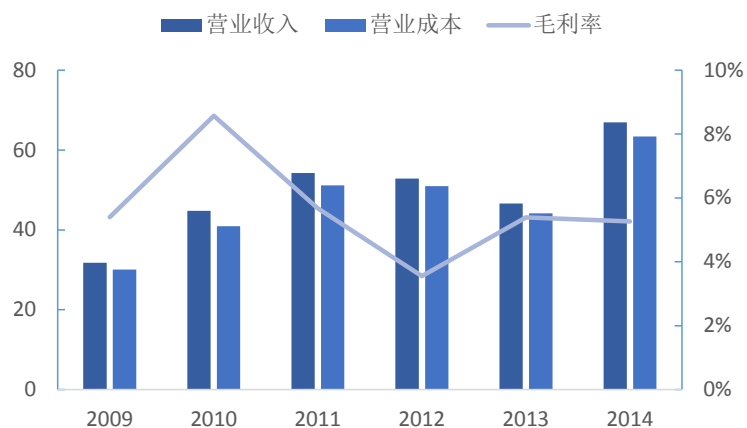
易额高速增长,2014 年实现营业收入 8.7 亿元,同比增长 113.1%;营业利润 5306.6 万元,同比增长 38.2%;对应毛利率 6.08%。

(2) 公司煤炭销售收入仍将增长。公司是珠三角地区最大的煤炭供应商之一,已形成煤炭资源开发、运输、中转、销售一体化经营,不仅可为公司电力业务提供稳定、安全的煤炭供应,而且市场煤销售量在珠三角地区市占率连续多年保持第一。广州发展拥有煤炭、港口、运输资源整合优势: 1、和同煤合资的新东周窑千万吨煤矿 2014 年产煤 650 万吨; 2、拥有 5 万吨级深水煤炭专用装卸码头、34 万吨的储煤场和珠江电厂 7 万吨煤码头; 3、拥有广州发展航运有限公司,煤炭年运力规模达到 600 万吨以上。2014 年,在国内火电机组利用小时普遍下降的情况下,得益于以上优势,公司形成“电煤为基础,南北方市场互为支撑”的新格局,煤炭销量同比增长 65.73%,完成了几乎不可能完成的任务。

(3) 公司油品销售收入仍将快速增长,毛利率趋于稳定。广州发展已取得成品油批发资格,配套设施设备完善。公司与 BP 合资建立 67 万立方米油库和 8 万吨油品码头。控股子公司碧辟公司,拥有的广州南沙油库为上海期货交易所燃料油指定交割库,2014 年完成油罐租赁量 476.50 万立方米,同比增长 40.0%。2014 年,公司完成成品油销售量 10 万吨,同比增长 124%。公司还参股同煤 60 万吨甲醇项目,建立华南区甲醇集散中心,开展甲醇贸易业务。

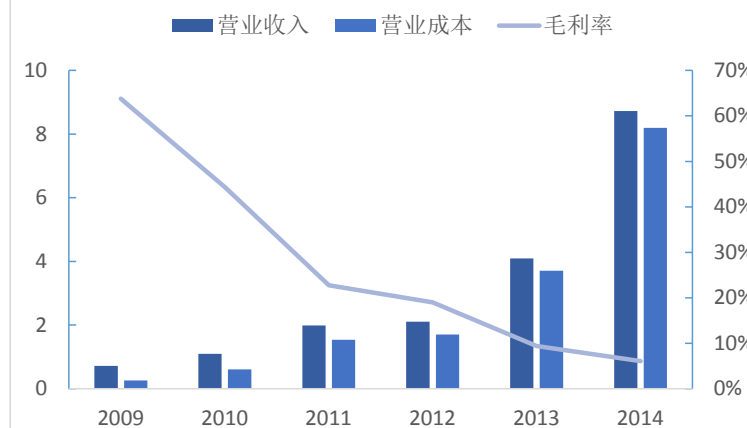
(4) 电商平台促进公司燃料贸易。公司依托电商平台 (<http://www.zdrlgs.com>),提升出单效率,主营的“珠电”系列产品在珠江三角洲地区得到了客户的广泛认可。2014 年四季度以来,客户通过电商平台下单量约占市场煤销售总量的 80%。全年公司完成煤炭销售量 2054 万吨,其中市场煤 1514 万吨,同比增长 65.73%。公司希望依托现有平台建设华南地区能源交易中心,拓宽电商平台的应用领域,增加油品销售、甲醇销售等业务,并通过加大配煤技术的应用,提升销售毛利空间。公司现金流充足,未来完全可以依托电商平台介入能源贸易供应链金融领域。

图 13: 公司煤炭业务营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 公司油品业务营业利润 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 15: 公司电商平台



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

### 三、大而灵动，能源领域的“广州号”导弹驱逐舰

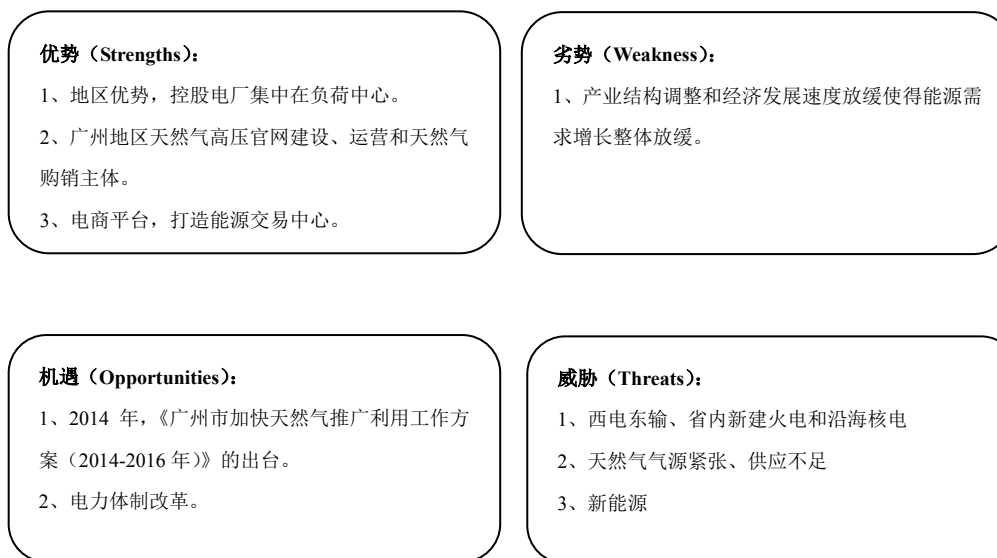
广州发展的公司体量和业务范围很容易让人联想到“广州号”（168）导弹驱逐舰，该舰是由中国自行研制建造的 052B 型驱逐舰首舰，是具有防空、反舰、反潜、具备舰队区域防空能力的多用途驱逐舰。与航空母舰和巡洋舰等特大型舰船不同，导弹驱逐舰体量略小，但优势在于功能多样和灵活机动，其装备的多种舰载武器使其自身拥有强大的生存能力和可执行多种作战任务的优势。“广州号”驱逐舰自 2004 年入列以来，执行了多种任务：如 2007 年远赴俄罗斯、英国、西班牙和法国等欧洲四国进行友好访问、2009 年前往巴基斯坦参加“和平-09”海上多国联合军事演习和 2010 年前往亚丁湾索马里海域执行反海盗护航任务等等，是我国海军舰队中的明星舰艇。广州发展市值 300 多亿元，立足于广州，辐射珠三角地区，深耕能源行业，其涉及的各项业务可分别类比于广州舰载的各种武器系统。

(1) 电力板块可类比于广州舰的舰炮和鱼雷系统，强大的基础火力为公司提供充沛的现金流和生存保障。电力业务仍然是公司目前最重要的盈利来源，持续不断的贡献着现金流。虽然受到西南地区水电东送电量的增加以及广东省内新建火电和核电机组投产的影响，此外广东部分火电和沿海核电项目陆续投产，也不断压缩广东省内火电机组利用小时数水平。但相比之下，广州发展电力业务拥有其独特优势：首先是地区优势，其控股装机基本集中在珠三角电力负荷中心，利用小时和上网电价均

高于全国水平。其次是机组优势，其控股装机中有天然气发电机组，且正在规划建设新的天然气发电机组，与燃煤机组相比，其上网电价更高。最后是完整的产业链优势，公司已形成煤炭资源开发、运输、中转、销售一体化经营体系，可为电力业务提供稳定、安全的煤炭供应，天然气业务为公司天然气发电、分布式能源站提供充足稳定的气源保障。公司燃料业务为电力业务提供稳定的燃料供应，电力业务的发展又促进了煤炭和天然气需求量的不断增长，三大产业结构优势互补，相互促进、共同构成了公司富有竞争力的综合能源供应体系。

(2) 燃气板块可类比于广州舰的反舰和防空导弹系统，压倒性的优势火力为公司提供丰厚的利润，是公司今后的业务主营方向。广州天然气市场仍然是一片蓝海，拥有巨大的市场潜力，《广州市加快天然气推广利用工作方案（2014-2016年）》也将在未来几年加快天然气市场的开发。公司作为广州市天然气高压管网的建设、运营主体和广州市天然气的主要购销主体，统筹建设广州市全市高压管网和全市上游气源的采购和分销，在广州地区天然气开发利用市场具有特别重要的地位。未来几年，我们预计公司燃气业务必将高速增长，为公司提供丰厚的利润。

图 16: 公司 SWOT 分析



资料来源：信达证券研发中心

(3) 电商平台相当于广州舰的舰载直升机平台，空中预警和反潜能力为公司提供多维度生存和发展能力。公司现有的电商平

台，已成为公司煤炭贸易的主要交易平台，可提升出单效率，科学安排港口、航运调度等。未来依托现有电商平台，拓宽应用领域，纳入煤炭、油品、天然气和电力等线上交易，真正打造华南能源交易中心。互联网+能源有望成为公司未来的主要运营模式，使得公司在互联网+的大潮中长久生存下去。

(4) 新能源领域相当于广州舰的先进雷达和声呐系统，先行发现和追踪目标能力为公司未来业务拓展和转向提供先行判断和方向指导。广州发展不断试水新能源领域，包括惠东风电项目、明珠工业园及广州市其它地区分布式光伏发电项目建设、屋顶分布式光伏和地面光伏电站的布局 and 开发、新能源汽车充电业务和惠州西冲、珠海桂山等海上风电项目，为公司未来产业转型升级提供先行项目运营经验储备。

## 四、盈利预测及估值分析

### 1、盈利假设

(1) 2015 年 1 季度，用电需求有所回升，公司下属控股发电企业（除珠江电力外）完成发电量和上网电量分别为 29.63 亿千瓦时和 27.95 亿千瓦时，同比分别增长 19.43%和 19.29%。上半年，合并口径累计完成权益上网电量 41.35 亿千瓦时，同比下降 3.56%。由此，保守估计 2015 年全年权益上网电量下降 5%。此后几年，售电公司发挥作用和公司新增发电机组建成，公司权益上网电量随之保持稳定。

(2) 根据《广州市加快天然气推广利用工作方案（2014-2016 年）》要求，2014-2016 年广州市天然气消费量年均增长 46%。2014 年，公司天然气销售量同比增长 23.8%。我们分民用、工商业和直销三块分开进行预估，考虑到气源问题和管网建设速度，我们保守估计 2015 年、2016 年、2017 年售气量分别增长 30.3%、28.6%和 20.2%。

(3) 2014 年，在电商平台的帮助下，公司煤炭销量增长 43.5%。我们保守估计 2015 年、2016 年、2017 年煤炭销量逐年增长 25%。由于这部分毛利率较低，只有 5.27%，在采用分部估值法时，我们不考虑其对公司 EPS 的增厚。

(4) 2014 年，公司油品销售配套设施和设备不断完善，油品销售量同比增长 113%。我们保守估计 2015 年、2016 年、2017 年油品销量分别增长 50%、30%和 20%。由于这部分销售额还相对较小，在采用分部估值法时，我们不考虑其对公司 EPS 的增厚。

(5) 由于新能源业务还大多处于起步阶段，在采用分部相对估值法时，我们不考虑其对公司 EPS 的增厚。

表 6: 主要业务盈利预测

	2015E	2016E	2017E
电力			

营业收入 (万元)	699424	678441	671657
营业成本 (万元)	489691	475000	470250
毛利率	30%	30%	30%
燃气			
营业收入 (万元)	483270	601264	698563
营业成本 (万元)	312873	415298	490006
毛利率	35%	31%	30%
煤炭			
营业收入 (万元)	836323	1045404	1306755
营业成本 (万元)	792260	990325	1237907
开工率	5.27%	5.27%	5.27%
成品油			
营业收入 (万元)	130864	170123	238172
营业成本 (万元)	123012	159915	223882
毛利率	6%	6%	6%
营业收入合计 (万元)	2303531	2710341	3194789
同比增长	18.46%	17.66%	17.87%

资料来源: 信达证券研发中心

根据以上假设条件,我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别达到 230.35、271.03、319.48 亿元,同比增长 18.46%、17.66%、17.87%。

## 2、公司估值

我们预计 2015-2017 年公司电力业务增厚 EPS 分别为 0.23、0.22 和 0.22 元,天然气业务增厚 EPS 分别为 0.42、0.48 和 0.55 元。采用分部估值法对公司进行估值,对应的行业 P/E 分别为 15 和 29 倍,计算可以得出其加权目标价为 15.63 元。参考 2015 年 8 月 18 日广州发展收盘价 13.72 元,首次覆盖,给予“增持”评级。

表 7: 电力业务收入盈利预测

电力业务	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
控股装机容量 (万千瓦)	384	384	390	390	390	390
发电量 (亿千瓦时)	162.37	188.4	173.61	164.93	159.98	158.38
上网电量 (亿千瓦时)	153.57	177.15	163.38	155.43	150.76	149.26
平均利用小时	4,228.39	4,906.25	4,451.54	4,228.96	4,102.09	4,061.07



厂用电率	5.42%	5.97%	5.89%	5.76%	5.76%	5.76%
营业收入(万元)	690,565.17	790,397.84	718,274.75	699,424.18	678,441.45	671,657.04
平均上网电价(元)	0.45	0.45	0.44	0.45	0.45	0.45
营业成本(万元)	560,758.20	623,116.53	541,837.94	489,691.15	475,000.42	470,250.41
单位成本(元)	0.37	0.35	0.33	0.32	0.32	0.32
权益装机容量(万千瓦)	222.6	222.6	226.6	226.60	226.60	226.60
权益上网电量(亿千瓦时)	90.26	100.66	93.33	88.79	86.12	85.26
权益	58.77%	56.82%	57.12%	57.12%	57.12%	57.12%
毛利(万元)	129,806.97	167,281.31	176,436.80	209,733.03	203,441.04	201,406.63
毛利率	18.80%	21.16%	24.56%	29.99%	29.99%	29.99%
费用率	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
费用(万元)	65,603.69	75,087.79	68,236.10	66,445.30	64,451.94	63,807.42
税前利润(万元)	64,203.28	92,193.52	108,200.70	143,287.73	138,989.10	137,599.21
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后利润(万元)	48,152.46	69,145.14	81,150.53	107,465.80	104,241.82	103,199.41
归属于母公司所有者利润(万元)	28,301.37	39,289.58	46,356.83	61,389.29	59,547.62	58,952.14
股本	2,742,221,806	2,742,221,806	2,726,196,558	2,726,196,558	2,726,196,558	2,726,196,558
增厚 EPS(元)	0.10	0.14	0.17	0.23	0.22	0.22

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 8: 燃气业务收入盈利预测

燃气业务	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量(万立方米)	76,010	90,825	107,265	139,756	179,701	215,967
民用气量(万立方米)	22537.86	23434.39	24710	32123	38547.6	40474.98
民用占比	29.65%	25.80%	23.04%	22.99%	21.45%	18.74%
民用售价(元)	3.45	3.45	3.45	3.45	3.29	3.13
工商业用气量(万立方米)	24444.44	33051.4	42835	59969	83956.6	109143.58
工商业用占比	32.16%	36.39%	39.93%	42.91%	46.72%	50.54%
工商业售价(元)	4.85	4.85	4.85	4.85	4.62	4.40
分销与直供气量(万立方米)	29027.88	34282.53	39720	47664	57196.8	66348.288
分销与直供占比	38.19%	37.75%	37.03%	34.11%	31.83%	30.72%
分销与直供售价(元)	3.03	3.03	3.03	3.03	2.88	2.75

销售收入 (万元)	243,728.12	301,649.08	367,570.75	483,270.73	601,263.61	698,563.04
综合单方成本 (元)	2.15	2.53	2.61	2.29	2.31	2.27
大鹏气价格 (元)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
大鹏气气量 (万立方米)	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
西气东输价格 (元)	2.80	2.80	2.86	2.86	2.86	2.86
西气东输气量 (万立方米)	26,010	40,825	57,265	57,265	80,000	80,000
海上进口价格 (元)				2.00	2.00	2.00
海上进口气量 (万立方米)				32,491	49,701	85,967
销售成本 (万元)	163,594.41	229,823.58	280,444.21	312,872.70	415,298.06	490,005.71
销售利润 (万元)	80,134	71,826	87,127	170,398	185,966	208,557
毛利率	32.88%	23.81%	23.70%	35.26%	30.93%	29.86%
总折旧成本 (万元)	1,065	1,083	3,384	3,384	3,384	3,384
其他成本 (万元)	14,729	38,941	30,460	15,230	7,615	3,808
税前利润 (万元)	64,340	31,802	53,283	151,784	174,967	201,366
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
税后利润 (万元)	48,255	23,851	39,962	113,838	131,225	151,024
权益	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
股本	2,742,221,806	2,742,221,806	2,726,196,558	2,726,196,558	2,726,196,558	2,726,196,558
增厚 EPS (元)	0.18	0.09	0.15	0.42	0.48	0.55

资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 9: 电力板块可比上市公司估值

代码	公司简称	股价 (元)	EPS			P/E		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
000539.SZ	粤电力 A	9.09	0.69	0.59	0.60	13	15	15
000027.SZ	深圳能源	12.55	0.77	0.50	0.54	16	25	23
600674.SH	川投能源	12.16	1.66	0.98	0.98	7	12	12
601991.SH	大唐发电	6.91	0.14	0.33	0.39	51	21	18
600023.SH	浙能电力	9.34	0.50	0.45	0.49	19	21	19
600795.SH	国电电力	5.09	0.35	0.34	0.38	15	15	13
600027.SH	华电国际	8.53	0.74	0.72	0.77	12	12	11
中位数						15	15	15

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: EPS 取自 wind 一致预测, 股价为 2015 年 8 月 18 日收盘价

表 10: 燃气板块可比上市公司估值

代码	公司简称	股价 (元)	EPS			P/E		
			14A	15E	16E	14A	15E	16E
601139.SH	深圳燃气	11.27	0.36	0.39	0.46	31	29	24
600917.SH	重庆燃气	13.47	0.25	-	-	54	-	-
600617.SH	国新能源	20.61	0.74	0.65	0.90	28	32	23
600333.SH	长春燃气	8.72	0.05	-	-	174	-	-
000421.SZ	南京中北	11.43	0.47	0.48	0.49	24	24	23
600635.SH	大众公用	8.73	0.21	-	-	42	-	-
中位数						36	29	23

资料来源: wind, 信达证券研发中心

注: EPS 取自 wind 一致预测, 股价为 2015 年 8 月 18 日收盘价

## 风险因素

电力需求下滑幅度超出预期、广州天然气需求增长不及预期、新能源业务拓展进度放缓、政策风险等。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	7,441.15	7,434.35	9,440.62	12,167.11	15,183.70
货币资金	4,853.35	4,460.50	5,915.40	8,010.02	10,282.15
应收票据	239.90	247.92	313.01	368.29	434.11
应收账款	1,133.23	1,225.43	1,510.75	1,777.55	2,095.27
预付账款	346.48	76.62	276.22	331.95	396.88
存货	811.20	1,257.94	1,259.29	1,513.35	1,809.35
其他	56.99	165.95	165.95	165.95	165.95
<b>非流动资产</b>	26,291.29	26,344.81	26,394.99	26,443.97	26,496.26
长期投资	6,777.61	6,714.66	6,714.66	6,714.66	6,714.66
固定资产	16,011.08	16,475.01	16,398.69	16,473.40	16,549.22
无形资产	538.48	555.63	513.47	471.31	429.15
其他	2,964.13	2,599.51	2,768.18	2,784.61	2,803.23
<b>资产总计</b>	33,732.44	33,779.16	35,835.61	38,611.08	41,679.96
<b>流动负债</b>	5,141.23	5,441.31	5,860.16	6,610.89	7,484.89
短期借款	1,185.41	347.76	347.76	347.76	347.76
应付账款	2,224.42	2,632.24	2,989.01	3,592.04	4,294.61
其他	1,731.40	2,461.31	2,523.39	2,671.08	2,842.53
<b>非流动负债</b>	11,847.58	10,964.24	10,650.88	10,650.88	10,650.88
长期借款	7,722.57	6,566.74	6,566.74	6,566.74	6,566.74
其他	4,125.01	4,397.50	4,084.14	4,084.14	4,084.14
<b>负债合计</b>	16,988.81	16,405.55	16,511.04	17,261.76	18,135.77
少数股东权益	3,351.91	3,473.47	4,177.70	4,918.05	5,723.29
归属母公司股东权益	13,391.72	13,900.13	15,146.88	16,431.27	17,820.90
<b>负债和股东权益</b>	33732.44	33779.16	35835.61	38611.08	41679.96

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,628.45	19,445.80	23,035.31	27,103.41	31,947.89
同比(%)	9.65%	16.94%	18.46%	17.66%	17.87%
归属母公司净利润	1,028.04	1,224.12	1,786.53	1,878.15	2,042.78
同比(%)	17.81%	19.07%	45.94%	5.13%	8.77%
毛利率(%)	17.70%	16.78%	20.20%	18.49%	17.33%
ROE(%)	7.85%	8.97%	12.30%	11.90%	11.93%
每股收益(元)	0.38	0.45	0.66	0.69	0.75
P/E	36	31	21	20	18
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.31	12.52	9.43	9.07	8.52

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	16,628.45	19,445.80	23,035.31	27,103.41	31,947.89
营业成本	13,684.73	16,182.99	18,382.46	22,091.13	26,411.90
营业税金及附加	106.96	132.51	151.31	178.03	209.85
营业费用	256.11	274.13	324.73	382.08	450.37
管理费用	521.90	552.01	653.90	769.38	906.90
财务费用	681.26	680.88	783.77	769.33	750.42
资产减值损失	2.67	62.89	10.20	10.90	13.49
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	505.56	586.39	561.39	558.31	561.43
<b>营业利润</b>	1,880.37	2,146.78	3,290.34	3,460.87	3,766.39
营业外收入	28.73	68.44	60.03	57.74	59.04
营业外支出	4.73	33.13	29.36	27.27	28.07
<b>利润总额</b>	1,904.37	2,182.08	3,321.01	3,491.34	3,797.36
所得税	435.18	475.42	830.25	872.83	949.34
<b>净利润</b>	1,469.20	1,706.66	2,490.76	2,618.50	2,848.02
少数股东损益	441.16	482.54	704.23	740.35	805.24
<b>归属母公司净利润</b>	1,028.04	1,224.12	1,786.53	1,878.15	2,042.78
EBITDA	3,561.16	3,927.19	5,211.49	5,419.76	5,768.92
EPS (摊薄)	0.38	0.45	0.66	0.69	0.75

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	2,740.20	3,235.94	3,376.95	4,108.89	4,388.83
净利润	1,469.20	1,706.66	2,490.76	2,618.50	2,848.02
折旧摊销	937.79	1,038.96	1,080.98	1,118.92	1,162.06
财务费用	718.99	706.15	809.50	809.50	809.50
投资损失	-505.56	-586.39	-561.39	-558.31	-561.43
营运资金变动	160.85	352.46	-142.72	107.95	116.05
其它	-41.08	18.10	-300.18	12.32	14.62
<b>投资活动现金流</b>	-1,647.77	-502.83	-572.75	-611.00	-654.06
资本支出	-1,572.31	-1,023.72	-1,134.15	-1,169.31	-1,215.48
长期投资	434.33	718.67	561.39	558.31	561.43
其他	-509.79	-197.78	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-1,284.39	-3,248.63	-1,349.29	-1,403.27	-1,462.64
吸收投资	0.25	33.75	0.00	0.00	0.00
借款	-1,172.04	-1,609.45	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,440.46	1,503.95	1,349.29	1,403.27	1,462.64
<b>现金净增加额</b>	-191.96	-515.48	1454.91	2094.62	2272.13

## 能源化工研究小组简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。  
**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。  
**刘栋**，清华大学工学博士，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。